

地产下行的尽头：多少亿平是终点？

证券研究报告

2022年10月22日

中国房地产市场的长期需求测算

根据我们的预测结果，2022-2035年，中国新增商品房需求将呈现“L”型的回落趋势——2022-2025年，新增商品房的需求中枢约为11.3亿平方米，2026-2030年约为9.6亿平方米，2031-2035年约为8.7亿平方米。

2022年，由于投机性需求集中衰退，相比于2021年，新增商品房需求将出现较大幅度的回落；而此后，尽管新增商品房需求仍在逐年回落，但回落的斜率将逐渐放缓。

从这个角度来看，房地产短期问题的答案实际上一目了然：

第一，房地产需求进入了新的周期，真实需求长期回落的情况下，小规模刺激效果有限。

第二，未来想要实现此前几轮放松周期的政策效果，需要比以往更大的刺激力度，相应带来的高杠杆、高房价等潜在问题也会更大，因此我们认为，再次出台大规模刺激政策的可能性有限。

风险提示：户籍政策变化可能导致城镇化进程超预期；房地产政策可能超预期；文中测算具有一定主观性，仅供参考。

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹-10月第3周资产配置报告》2022-10-20
- 2 《宏观报告：二十大报告的九个关注点》2022-10-17
- 3 《宏观报告：宏观-10月社融有望维持韧性》2022-10-13

内容目录

1. 中国房地产市场的中长期需求预测模型	4
2. 需求侧变量	5
2.1. 刚性需求预计持续回落	5
2.1.1. 总人口预计 2022 年起负增长	5
2.1.2. 城镇化率提升预计放缓	7
2.1.3. 城镇常住人口增长斜率放缓	9
2.2. 人均住房面积缓慢提升，改善需求预计放缓	10
2.3. 旧房更新仍有较大空间	11
3. 供给侧变量	13
3.1. 存量空置房释放供给	13
3.2. 新增保障性住房	13
4. 结论：房地产的中长期需求是个“L”型	14

图表目录

图 1：2022 年 1-8 月新建住宅类商品房销售面积较往年大幅回落（单位：万平方米）	4
图 2：新建商品房中长期需求测算模型	5
图 3：联合国对 2022-2100 年中国总人口预测（单位：万人）	6
图 4：2021 年，中国出生率已经接近死亡率，人口自然增长率仅 0.34‰（单位：‰）	6
图 5：联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差	7
图 6：中国总人口预测	7
图 7：与美、日、韩对比，中国城镇化率仍有提升空间（单位：%）	8
图 8：韩国城镇化进程经历了“加速-放缓-停滞”三个阶段	8
图 9：中国的城镇化进程已经进入了斜率放缓的阶段	8
图 10：中国城镇化率预测（单位%，中国 T0=2021 年，韩国 T0=1984 年）	9
图 11：中国城镇常住人口预测（单位：万人）	10
图 12：中国新增城镇常住人口预测（单位：万人）	10
图 13：相比于日本，中国人均住房建筑面积仍有较大的提升空间（单位：平方米）	11
图 14：中国城镇常住人口人均住房建筑面积预测（单位：平方米）	11
图 15：2020 年中国存量住房房龄分布（单位：%）	12
图 16：截至 2020 年，住房来源分布情况（单位：%）	13
图 17：2022-2035 年新增商品房需求预测（单位：亿平方米）	14
图 18：2022-2035 年新增刚性住房需求测算（单位：亿平方米）	15
图 19：2022-2035 年新增改善住房需求测算（单位：亿平方米）	16
图 20：2022-2035 年新增更新住房需求测算（单位：亿平方米）	16
图 21：2022-2035 年存量空置房供给需求测算（单位：亿平方米）	17

图 22：2022-2035 年保障性住房供给需求测算（单位：亿平方米）	17
图 23：2022-2035 年新增商品房需求增速预测（单位：%）	18
图 24：2022-2035 年新增住房总需求结构预测（单位：%）	18
表 1：各房龄段住房拆除率测算	12

过去多年，在人口红利和城镇化加速的支撑下，地产的真实需求持续抬升。彼时的调控政策之于房地产，更像是向下压住弹簧的手——下压的力度松一点，弹簧的反弹幅度就能更大一些。经历过 2008、2012、2015 年三轮地产调控放松以后，市场逐渐习惯于“调控政策放松-地产需求反弹”的经验规律。

但实际上，在人口开始负增长、地产逐渐去金融化的当下，地产需求侧的逻辑正在发生质变，地产中长期需求的拐点已经形成。未来地产的需求可能很难再走出“V”型的反弹趋势，而更可能会是一种接近“L”型的回落趋势。

1. 中国房地产市场的中长期需求预测模型

本文的目的是通过一系列测算，探究新建商品房的中长期需求趋势及中枢水平（本文所指地产需求为住宅类需求，不包括办公楼、商业营用房等其他类型的房地产需求）。主要的测算思路如下：

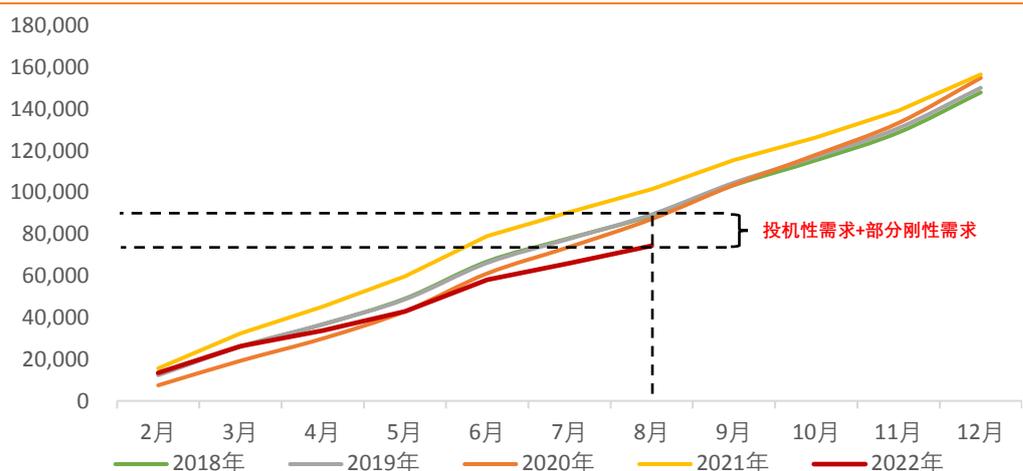
1、需求侧：

地产的总需求可以划分为真实需求和投机需求两部分。

真实需求源自于城镇居民的居住需要，可以进一步细分为刚性需求、改善需求和更新需求三部分。刚性需求由城镇常住人口增加而产生，受总人口和城镇化率影响；改善需求由居民对更加舒适的居住环境的追求产生，受人均住房面积增幅和存量城镇常住人口影响；更新需求则由存量住房到期折旧、拆除而产生，受旧房拆除面积和拆迁后的货币安置率影响。在此我们不对购房或租房进行区分，因为租房者的租赁需求基本等于出租者的购房需求。

投机需求则源自于房地产的金融属性。但随着“房住不炒”的深入和房企的经营风险暴露，房地产正在经历去金融化的过程。我们认为今年住宅类商品房销售的大幅回落中，已经包含了投机性需求的明显衰减。1-8 月，住宅类商品房累计销售 7.4 亿平方米，较 2018-2021 年同期均值下降 1.7 亿平方米。我们认为，这 1.7 亿平方米基本包含了绝大部分的投机性需求和部分刚性需求。在后续的测算中，我们假设投机性需求衰减为 0。

图 1：2022 年 1-8 月新建住宅类商品房销售面积较往年大幅回落（单位：万平方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2、供给侧：

住房的供给并不完全由商品房组成。由于本文的关注点在于未来新建商品房需求的合意水平，因此在总需求中还需剔除掉新建商品房以外的供给，主要包括存量空置住房释放和新建保障性住房。

预计未来将有更多的存量住房进入二手房市场。根据住建部原副部长仇保兴在 2022 中国城市高质量发展智库论坛上的讲话，“当前我国住房空置率已经达到 15%，有的省份达到 25%甚至 30%，高于国际 5%的空置率标准”¹。随着投机性需求的衰退，原来出于增值目的而持有的住房将逐渐在二手房市场被出售，承接一部分新增住房需求，与新建商品房之间存在替代关系。

新建保障性住房的占比预计也将进一步提升。近年来，房价和收入的矛盾进一步凸显，2021 年 7 月国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）指出，“新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”。²因此，我们认为，未来保障性住房在供给侧的贡献将出现进一步的提升，同样会对商品房产生替代效应。

3、新建商品房需求

综上，在供需基本均衡的情况下，新建商品房的合意需求水平将等于新增总住房需求减去由存量空置房释放、新增保障性住房提供的供给。即：

$$\begin{aligned}
 \text{新建商品房需求} &= \text{新增真实需求} - \text{存量空置住房供给} - \text{新建保障性住房} \\
 &= \text{新增刚性需求} + \text{新增改善需求} + \text{新增更新需求} \\
 &\quad - \text{存量空置住房供给} - \text{新建保障性住房}
 \end{aligned}$$

图 2：新建商品房中长期需求测算模型



资料来源：天风证券研究所整理

2. 需求侧变量

2.1. 刚性需求预计持续回落

2.1.1. 总人口预计 2022 年起负增长

联合国在今年年中发布了《世界人口展望 2022》，其中分别在高、中、低生育率假设下对中国总人口进行了预测，中国总人口将分别在 2036、2023、2022 年开始负增长。

从统计局数据来看，中国 2021 年出生率为 7.52%，死亡率为 7.18%，出生率较 2020 年下降 0.1 个百分点，死亡率则提升 0.01 个百分点。照此趋势来看，预计 2022 年出生率将

¹ https://view.inews.qq.com/k/20220630A0A1MF00?web_channel=wap&openApp=false

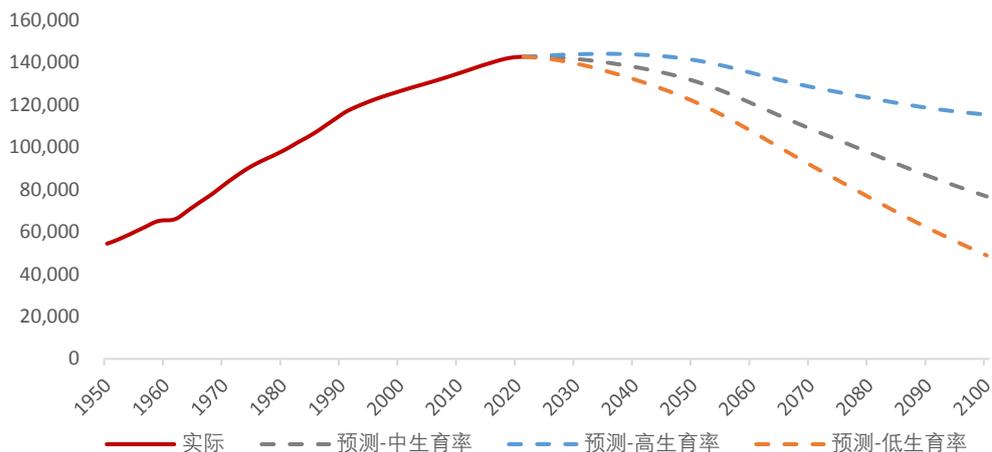
² http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-07/02/content_5622027.htm

开始低于死亡率，导致人口自然增长率低于 0，人口开始负增长。

实际上，部分省份今年以来的数据已经体现出了这种变化。以人口大省河南为例，2021 年，河南省出生人数 79.3 万人，死亡人数 73.0 万人，人口自然增长 6.3 万人。而根据河南省政府披露的新生儿“两病”筛查数据计算，2021 上半年、2022 上半年河南省出生人数分别为 41.1、37.2 万人，2022 年上半年同比下降 9.5%。假设河南今年全年新生儿增速与上半年持平、死亡人数与去年持平，则河南今年全年出生人数、死亡人数分别为 71.8、73.0 万人，总人口大概率将开始负增长。

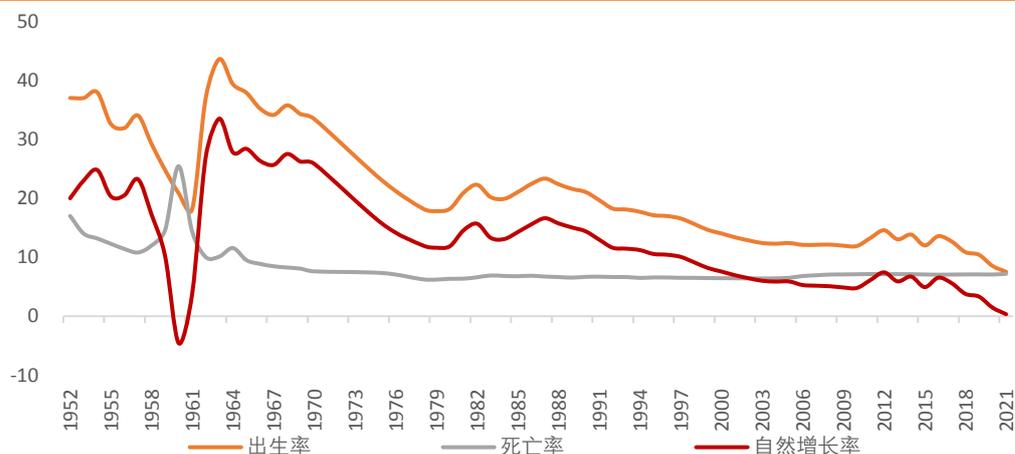
因此，我们选择采取联合国低生育率假设下的数据来对中国总人口进行估计（对政府出台鼓励生育政策而导致的生育率变化，暂时不予考虑，仅测算自然增长情况下人口变化）。

图 3：联合国对 2022-2100 年中国总人口预测（单位：万人）



资料来源：联合国，天风证券研究所

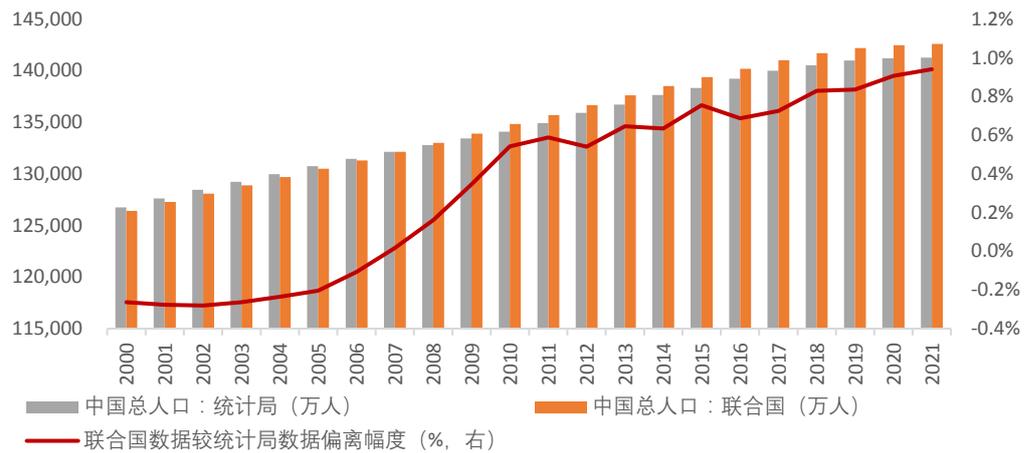
图 4：2021 年，中国出生率已经接近死亡率，人口自然增长率仅 0.34‰（单位：‰）



资料来源：WIND，天风证券研究所

此外，从联合国《世界人口展望 2022》与统计局披露的历史人口数据来看，联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差，2007 年以来联合国数据持续高于统计局数据。因此我们参照历史数据对联合国预测数据进行适度调整，使其与统计局数据能够实现前后匹配。

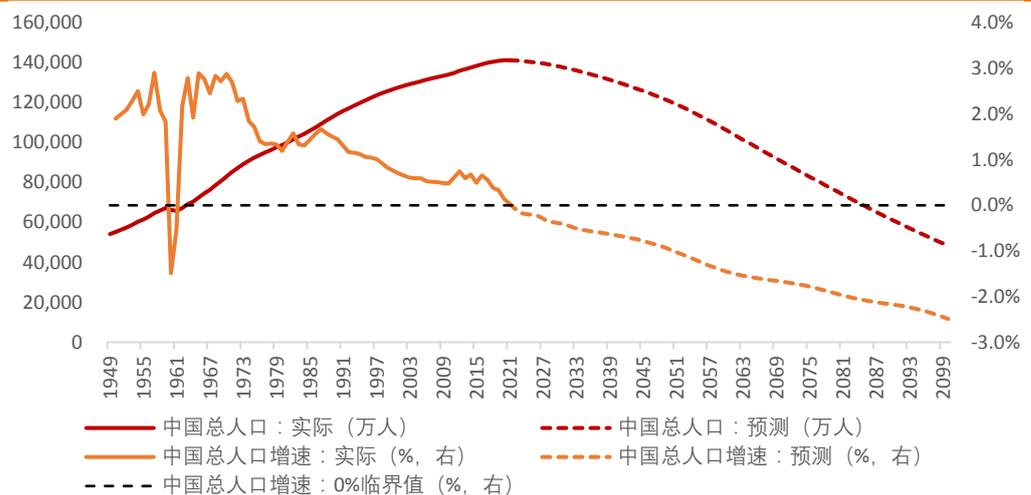
图 5：联合国口径下的中国人口数据与统计局口径存在小幅偏差



资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

预测结果显示：预计到 2025、2030、2035 年，中国总人口分别约为 14.0、13.8、13.5 亿人，分别较 2021 年下降 0.6%、2.3%、4.7%。

图 6：中国总人口预测

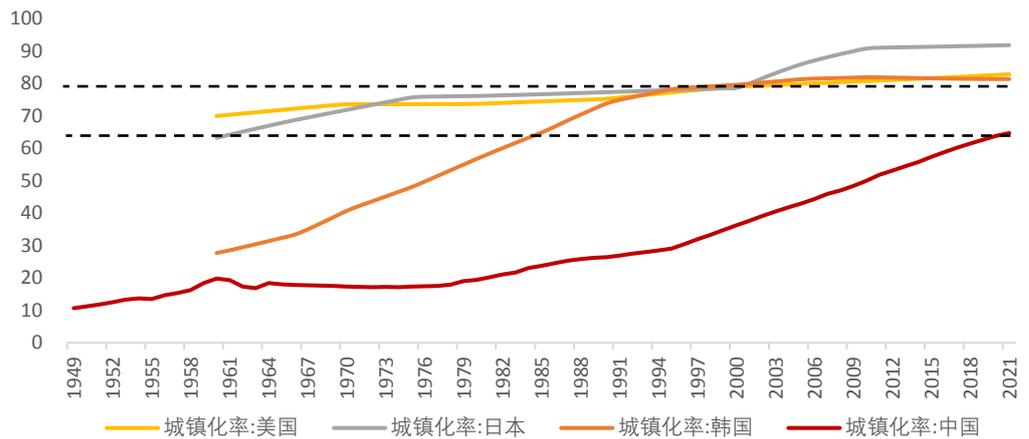


资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

2.1.2. 城镇化率提升预计放缓

中国的城镇化进程尚未结束。2021 年，中国城镇化率为 64.7%，仅相当于韩国上世纪 80 年代、日本上世纪 60 年代、美国上世纪 60 年代以前的水平。从国际经验来看，如果不考虑日本在 2000-2010 年间由市町村“平成大合并”导致的城镇化率非自然提升，韩国、日本、美国的城镇化进程均在城镇化率接近 80% 时开始放缓、停滞。**因此，按照韩国、日本、美国城镇化进程来看，我们认为中国城镇化率仍然有 15 个百分点的增长空间，这将成为中国房地产中长期需求的重要支撑因素。**

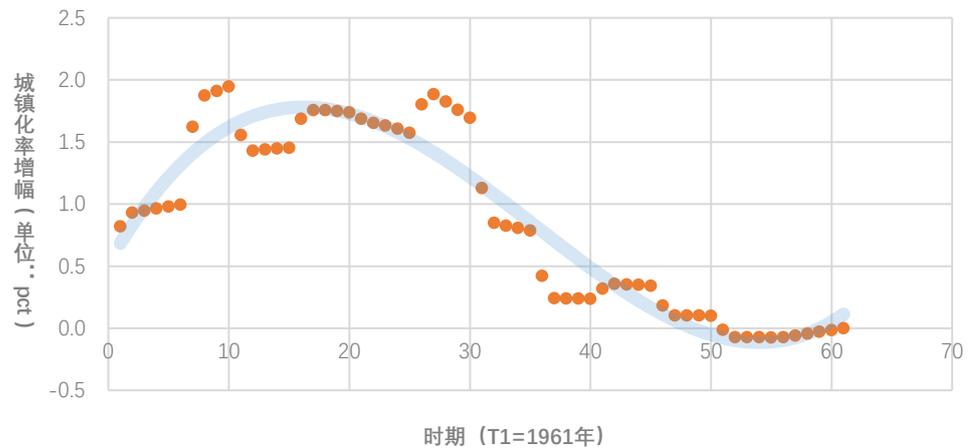
图 7：与美、日、韩对比，中国城镇化率仍有提升空间（单位：%）



资料来源：WIND，联合国，天风证券研究所

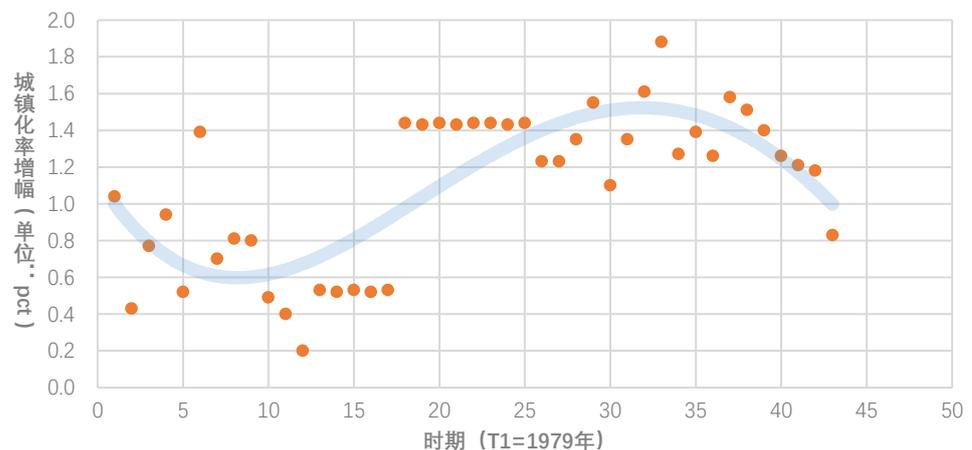
但中国城镇化率的提升正在放缓。从数据统计时间恰好覆盖城镇化全进程的韩国来看，城镇化率的提升大概要经历三个阶段——“加速-放缓-停滞”。从趋势上看，1976 年之前，韩国处于加速城镇化的阶段，城镇化率增幅逐年提升；1977-2011 年，韩国的城镇化斜率开始放缓，城镇化率增幅开始趋势性逐年递减；到 2012 年以后，韩国的城镇化基本进入到停滞的状态。中国的城镇化进程已经进入到了第二个阶段。2015 年以来，中国城镇化率的增幅开始逐年下降，2021 年则仅有 0.83 个百分点，为 1996 年以来首次低于 1 个百分点。

图 8：韩国城镇化进程经历了“加速-放缓-停滞”三个阶段



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：中国的城镇化进程已经进入了斜率放缓的阶段



资料来源：WIND，天风证券研究所

实际上，中国城镇化进入放缓阶段这一事实也得到了官方的承认。2022年3月15日，统计局国民经济综合统计司司长付凌晖在新闻发布会上表示，“和过去相比，城镇化增速有所放缓。应该说，这符合社会发展的一般规律。过去由于城镇化水平比较低，由快速城镇化逐步转向平稳发展阶段。从世界各国发展历史经历来看，这是符合一般规律的。”³

因此，在预测城镇化率时，我们以未来中国城镇化率增幅逐年放缓为基本假设，并分为放缓、停滞两个阶段分别进行预测，以城镇化率是否达到78.5%作为是否进入停滞阶段的判断标准（韩国城镇化进入停滞阶段时城镇化率接近78.5%）。

具体来说，我们分乐观、中性、悲观三种情景对放缓阶段的城镇化率增幅进行预测：

- 1) 乐观情景：由于2021年数据明显偏离2015-2020年趋势，假设为异常值，在拟合时予以剔除。
- 2) 中性情景：将2021年数据考虑在内进行拟合。
- 3) 悲观情景：假设2021年对2015-2020年趋势的偏离为永久性偏离，将乐观情景的预测值向下平移，平移幅度为2021年数据对趋势的偏离幅度。

此外，我们利用韩国1996年以后的数据对进入停滞阶段的城镇化率增幅进行预测。

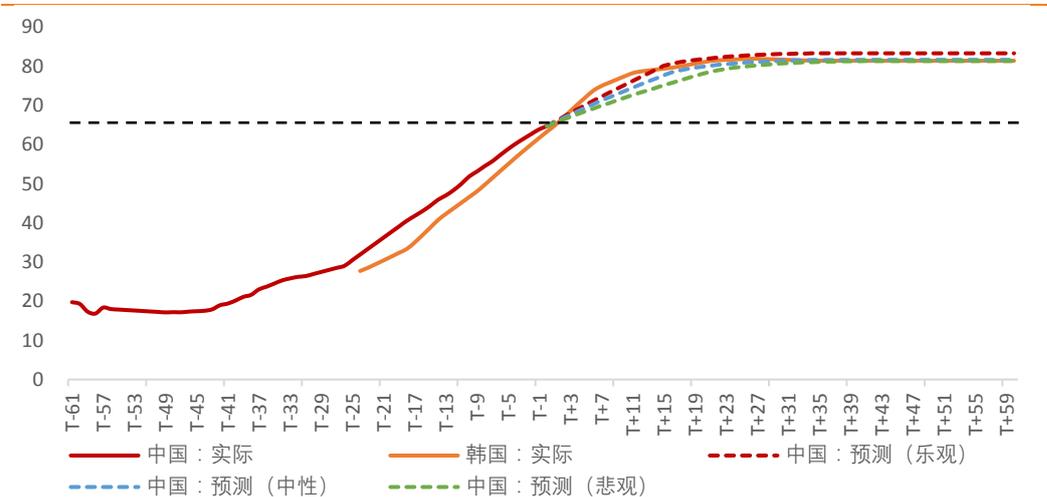
预测结果显示：

乐观情景下，预计到2025、2030、2035年，中国城镇化率分别为69.1%、74.3%、79.2%；

中性情景下，预计到2025、2030、2035年，中国城镇化率分别为68.6%、72.9%、76.9%；

悲观情景下，预计到2025、2030、2035年，中国城镇化率分别为67.8%、71.3%、74.5%。

图 10：中国城镇化率预测（单位%，中国 T0=2021 年，韩国 T0=1984 年）



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：为了便于比较，将韩国数据进行滞后，使得中、韩城镇化率在 T0 处对齐

2.1.3. 城镇常住人口增长斜率放缓

基于总人口负增长、城镇化斜率放缓的判断，未来中国城镇常住人口的增长斜率也将逐渐放缓。

预测结果显示：

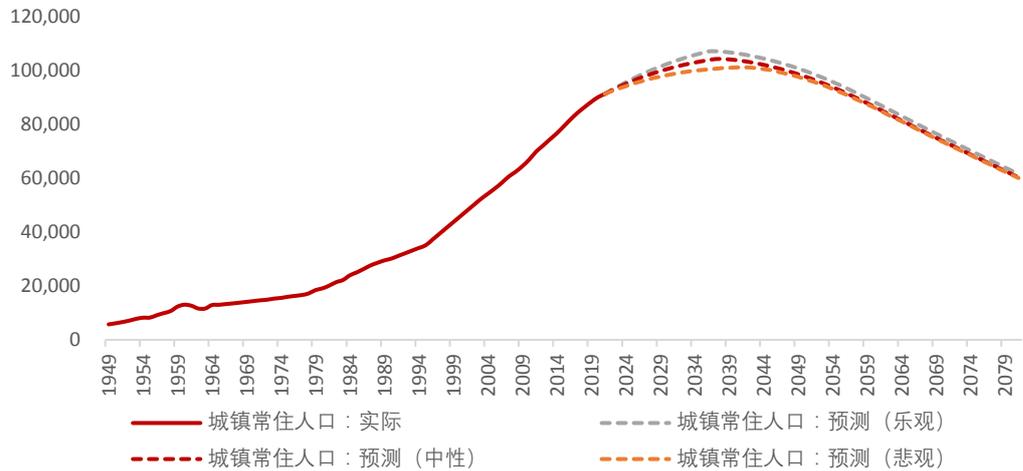
³ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/47673/48025/index.htm>

乐观情景下，到 2025、2030、2035 年，预计中国城镇常住人口分别为 9.7、10.3、10.7 亿人，新增城镇常住人口分别为 1306、985、703 万人；

中性情景下，到 2025、2030、2035 年，预计中国城镇常住人口分别为 9.6、10.1、10.4 亿人，新增城镇常住人口分别为 1097、759、477 万人；

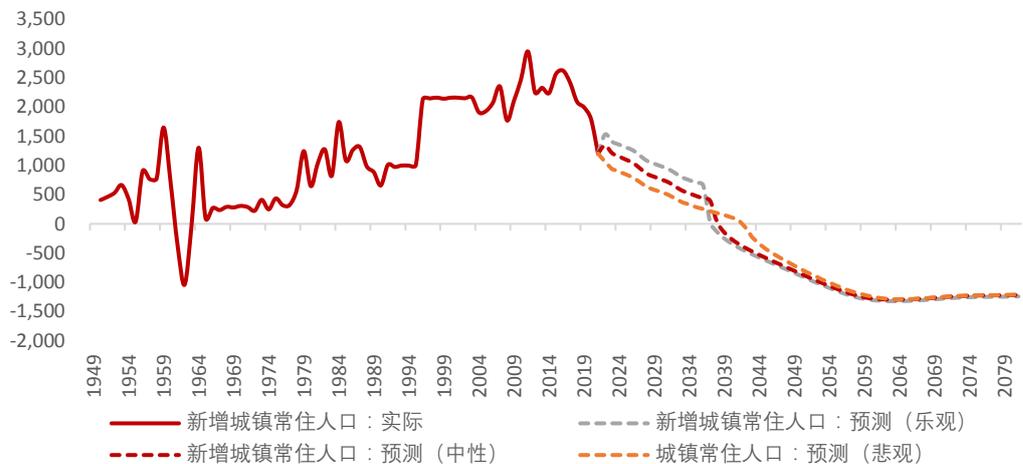
悲观情景下，到 2025、2030、2035 年，预计中国城镇常住人口分别为 9.5、9.8、10.0 亿人，新增城镇常住人口分别为 844、542、288 万人。

图 11：中国城镇常住人口预测（单位：万人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：中国新增城镇常住人口预测（单位：万人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

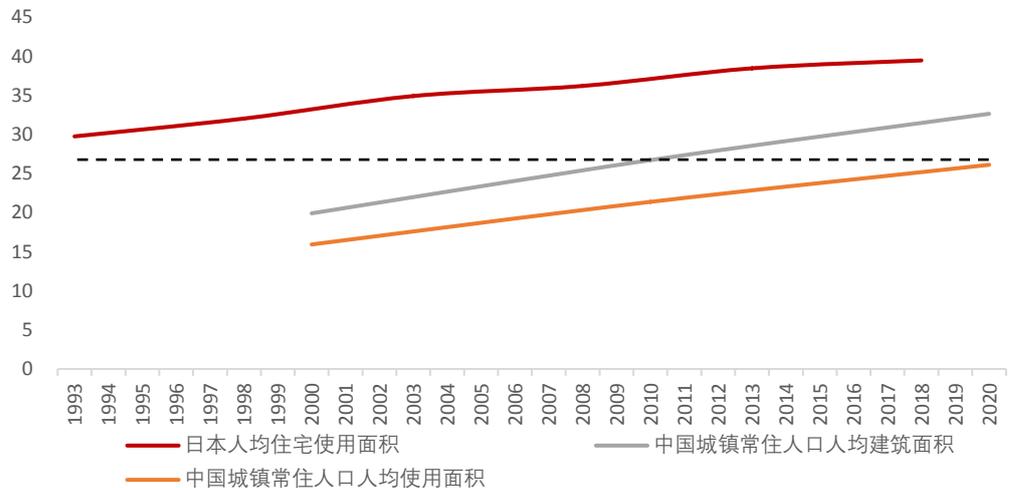
2.2. 人均住房面积缓慢提升，改善需求预计放缓

对于人均住房面积的预测，我们主要以第五、六、七次人口普查（以下简称“五普”“六普”“七普”）的数据为依据。

首先，对人口普查的人均住房面积数据口径进行调整。由于影响地产需求的是城镇常住人口而非户籍人口，因此我们需要的是城镇常住人口的人均住房建筑面积。而人口普查相关数据的统计对象是家庭户，并没有包含集体户在内的其他常住人口，因此需要对数据根据当年城镇家庭户人口、当年城镇常住人口的的比例关系进行调整。调整结果显示，2000、2010、2020 年，我国城镇常住人口的人均住房建筑面积分别为 19.9、26.7、32.7 平方米。

其次，对城镇常住人口的人均住房建筑面积进行预测。中国的人均住房建筑面积仍有较大的提升空间。根据日本总务省统计局《平成 30 年住宅·土地统计调查》，日本 2018 年人均住宅使用面积约为 39.5 平方米。假设中国平均得房率（剔除公摊面积后的使用面积/建筑面积）为 80%，则 2020 年我国城镇常住人口的人均住房使用面积仅为 26.2 平方米，与日本相比仍有较大的提升空间。

图 13：相比于日本，中国人均住房建筑面积仍有较大的提升空间（单位：平方米）

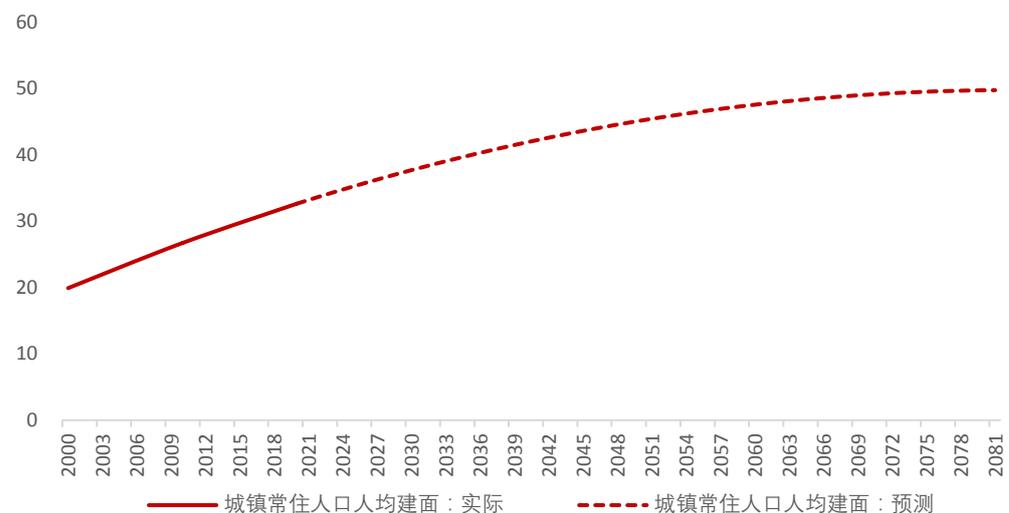


资料来源：WIND，日本总务省统计局，天风证券研究所

从五普、六普、七普数据来看，随着人均住房建筑面积的提升，其提升斜率也在放缓。六普期间，人均住房建筑面积年均提升 0.68 平方米，而七普期间年均仅提升 0.59 平方米，每年少提升 0.09 平方米。因此，我们基于五普、六普、七普数据，假设中国人均住宅建筑面积仍在提升、但提升斜率放缓，对未来中国城镇常住人口的人均住房建筑面积进行了预测。

预测结果显示：到 2025、2030、2035 年，中国城镇常住人口人均建筑面积预计分别为 35.28、37.7、39.9 平方米。

图 14：中国城镇常住人口人均住房建筑面积预测（单位：平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

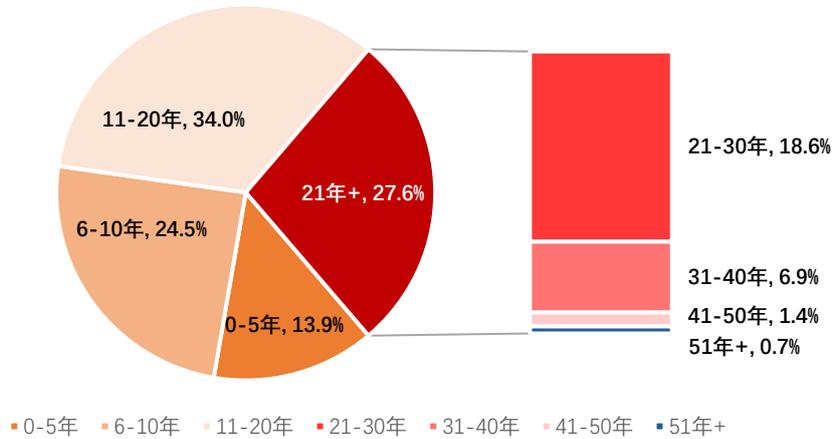
2.3. 旧房更新仍有较大空间

我国当前存量住房中旧房占比并不算低。从七普抽样调查数据来看，2020 年，我国 21 年以上房龄的住房面积占比为 27.6%，31 年以上的为 9%。一来，这部分 21 世纪前修建的

住房已经逐渐达到其使用寿命；二来，我国 1998 年以后才开始正式发展商品房市场⁴，因此大部分 21 世纪以前建成的住房规划设计已经难以适应当前的住房趋势，存在较大的更新需求。

往长期看，当前 11-20 年房龄的占比较高（2020 年为 34%），随着时间的推移，将会有更多的住房释放出更新需求。

图 15：2020 年中国存量住房房龄分布（单位：%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

进一步，我们将房龄分布细化到以年为单位。统计局披露了 2000 年以来每年的商品房竣工面积，根据每个时期内商品房竣工面积的分布情况以及七普数据计算得到的存量住房面积，可以计算出 2000-2020 年每年的房屋建成面积。1999 年及以前，在各个时期内取平均值；2021 年数据假设等于当年商品房竣工面积。

根据七普、六普的房龄分布数据，可以大致得出不同房龄旧房的拆除率。我国住房产权为 70 年，但通常而言实际使用寿命要比 70 年更短。目前，市场通常假设住房平均使用寿命 30 年左右，以此来倒推总体存量住房的拆除率为 1/30。但这种假设方法忽略了房龄分布对各年拆除面积的影响。因此，我们将房龄也纳入到旧房拆除率的测算中，对不同房龄的住房赋予不同的拆除率。由于七普、六普均披露了房龄抽样调查数据，可以结合当期存量住房面积计算出不同房龄在当期的存量面积，而各房龄段存量住房从七普到六普减少的面积，即为七普期间拆除的面积，进而可以计算出各房龄段的拆除率。

七普期间，我国推进了棚户区改造工程，对大量旧房进行了拆除，而考虑到接下来在城市更新过程中要防止大拆大建⁵，未来拆除率应较七普更低。因此，我们假设 2022 年及以后，72 年以上房龄的住房拆除率为 50%，51-71 年的为 40%，41-50 年的为 30%，31-40 年的为 20%，21-30 年的为 5%，20 年及以下房龄的不予拆除。

表 1：各房龄段住房拆除率测算

时期	房龄 (2020 年)	城镇房屋建成面积 (七普)	城镇房屋建成面积 (六普)	七普期间拆除面积	七普期间拆除率	预计 2022 年以后 拆除率
单位	年	万平方米	万平方米	万平方米	%	%
1949 年前	72 年以上	4,776	11,235	6,459	57%	50%
1949-1959 年	61-71 年	4,890	8,639	3,749	43%	40%
1960-1969 年	51-60 年	10,466	17,897	7,431	42%	40%
1970-1979 年	41-50 年	40,236	66,697	26,461	40%	30%
1980-1989 年	31-40 年	203,797	284,756	80,959	28%	20%
1990-1999 年	21-30 年	547,686	627,146	79,460	13%	5%

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

⁴ http://www.gov.cn/gowweb/gongbao/content/2003/content_62364.htm

⁵ http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-08/31/content_5634560.htm

至此，测算得到存量房屋的房龄分布和各房龄段的拆除率后，便可以计算得到每年需要拆除的旧房总面积。再考虑对拆除房屋的货币化安置率后，便可以得到因为拆除旧房而产生的新建商品房需求，即更新需求。

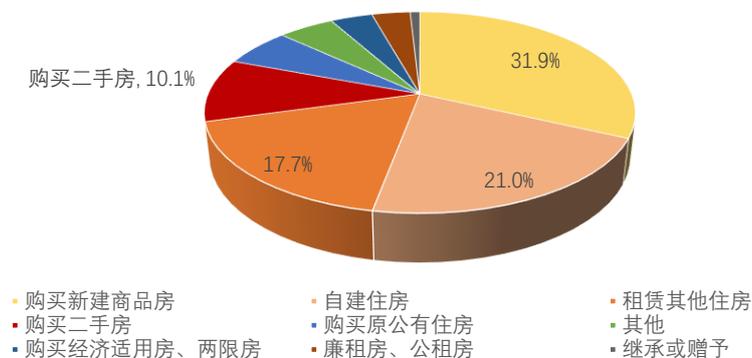
需要指出的是，对于更新需求而言，货币化安置率是一个敏感性变量，我们暂时假定为50%，即拆除旧房后，一半采取实物安置，一半采取货币安置。

3. 供给侧变量

3.1. 存量空置房释放供给

七普的抽样调查数据显示，截至2020年，存量住房中有10.1%源自于购买二手房。我们假设未来空置住房的供给释放节奏与七普数据持平，即每年新增商品房需求中，有10.1%由存量空置住房来满足。

图 16：截至 2020 年，住房来源分布情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3.2. 新增保障性住房

“十四五”期间年均建设保障性住房 1.2 亿平方米。根据住建部，我国“十四五”期间筹建保障性租赁住房 870 万套⁶，其中 2021、2022 年 330 万套⁷，则 2023-2025 年需要建设 540 万套。即 2021、2022 年年均建成 165 万套，2023-2025 年年均 180 万套。此外，《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）中指出，保障性租赁住房以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，据此我们可以得到 2022-2025 年每年新增保障性住房面积。

对于 40 个重点城市，住建部曾经提出过两个要求。第一，“新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市，在‘十四五’期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例，应力争达到 30% 以上”⁸。第二，“40 个重点城市在‘十四五’期间计划新增保障性租赁住房 650 万套（间）”⁹。

40 个重点城市的商品房竣工面积占全国的 38%（根据 2018-2020 年的中指院数据，因 2021 年数据不完整，故予以剔除），根据全国新增总住房需求，可以测算得到 40 个重点城市每年的新增总住房需求。由此可得到 2025 年 40 个重点城市新增保障性住房在新增

⁶ <http://news.cctv.com/2022/08/17/ARTI1ptPtMCdgm8kLkJqYMDd220817.shtml>

⁷ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/47673/49108/index.htm>

⁸ <http://www.zqrb.cn/finance/hongguanjingji/2021-07-22/A1626964708320.html>

⁹ http://www.gov.cn/xinwen/2022-01/15/content_5668330.htm

住房供给中的占比仅能达到 17-20%。

因此，40 个重点城市在 2025 年以后仍然需要提升保障性住房在新增住房供给中的占比，假设占比每年提升 1 个百分点，直到提升至 30%。由此可算出 40 个重点城市在 2025 年以后的每年新增保障性住房面积。40 个重点城市新增保障房占全国的 75%，假设这一比例保持恒定，则可以计算出 2025 年以后全国每年新增保障性住房需求。

4. 结论：房地产的中长期需求是个“L”型

结合前文对模型中各个变量的预测，最终可以得到在均衡状态下，每年新建商品房需求的中枢水平。尽管模型的预测过程中涉及部分假设和主观判断，可能会导致模型预测结果与实际情况产生一定的偏差，但模型所展示出的中国房地产需求在中长期呈现“L”型回落的趋势仍然具有参考价值。

第一，根据我们的预测结果，2022-2035 年，中国新增商品房需求将呈现“L”型回落的趋势。

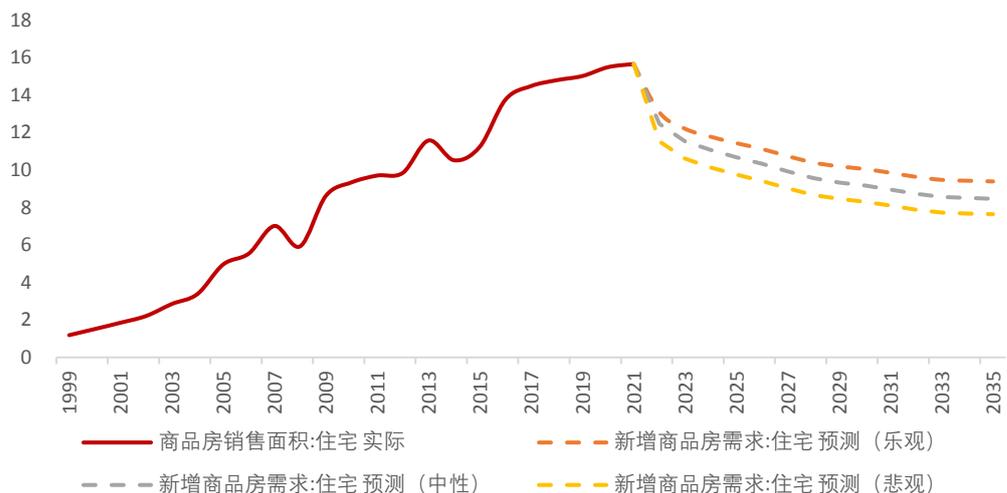
我们预计：

2022-2025 年，新增商品房的需求中枢约为 11.3 亿平方米；乐观、中性、悲观情景下分别为 12.1、11.4、10.5 亿平方米；

2026-2030 年，新增商品房的需求中枢约为 9.6 亿平方米；乐观、中性、悲观情景下分别为 10.5、9.7、8.8 亿平方米；

2031-2035 年，新增商品房的需求中枢约为 8.7 亿平方米；乐观、中性、悲观情景下分别为 9.6、8.6、7.8 亿平方米。

图 17：2022-2035 年新增商品房需求预测（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

从这个角度来看，关于是否会刺激房地产的答案实际上一目了然：一方面，房地产需求进入了新的周期，真实需求长期回落的情况下，小规模刺激效果有限。另一方面，未来想要实现此前几轮放松周期的政策效果，需要比以往更大的刺激力度，相应带来的高杠杆、高房价等潜在问题也会更大，因此我们认为，再次出台大规模刺激政策的可能性有限。

第二，刚性需求逐年回落，改善需求平稳下降，更新需求呈现“U”型走势。

1) 新增刚性需求逐年回落。

由于总人口达峰回落、城镇化斜率放缓，因此新增城镇常住人口也将逐年递减，对应新增刚性需求开始逐渐回落。

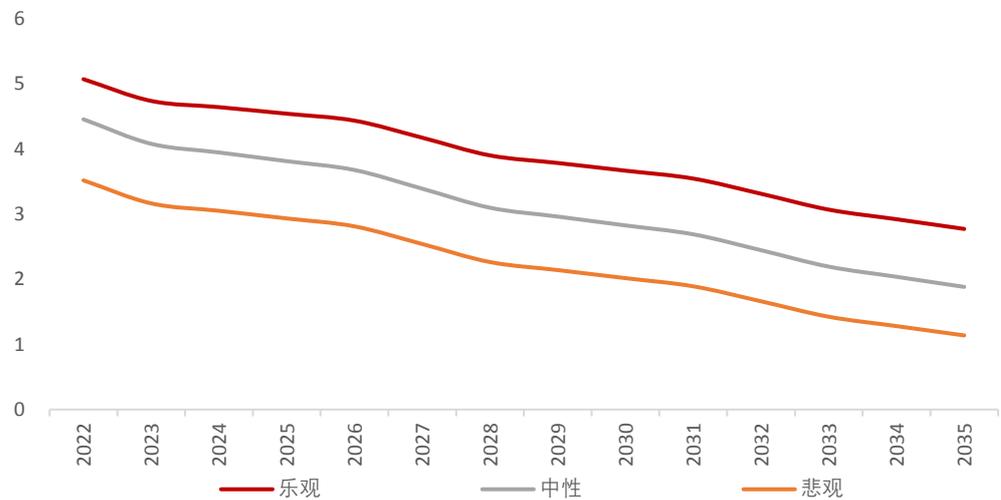
根据模型预测：

2022-2025 年，乐观、中性、悲观情景下，新增刚性需求的中枢分别为每年 4.7、4.1、3.2 亿平方米；

2026-2030 年，乐观、中性、悲观情景下，新增刚性需求的中枢分别为每年 4.0、3.2、2.4 亿平方米；

2031-2035 年，乐观、中性、悲观情景下，新增刚性需求的中枢分别为每年 3.1、2.3、1.5 亿平方米。

图 18：2022-2035 年新增刚性住房需求测算（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

2) 新增改善需求平稳下降。

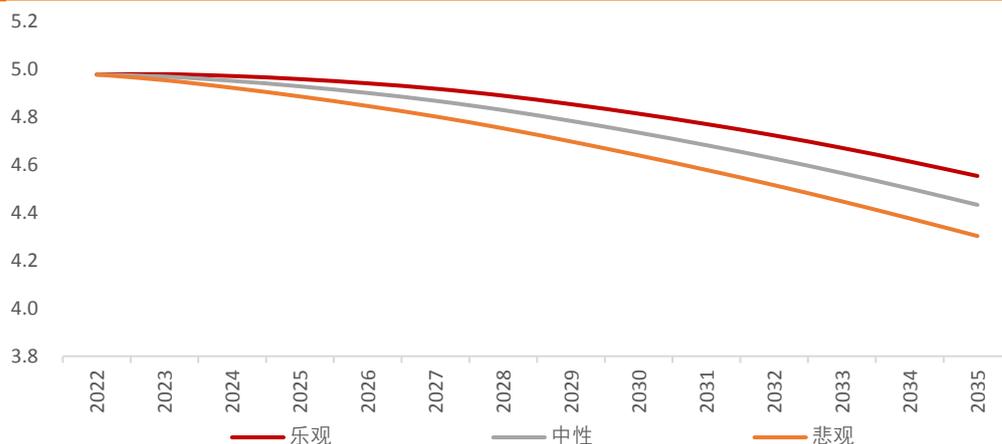
由于城镇人口增长与人均住房建筑面积提升的斜率都将逐渐放缓，因此新增改善需求也将趋于逐渐下降。但从模型预测结果来看，改善需求的回落将比刚性需求更加平稳：

2022-2025 年，乐观、中性、悲观情景下，新增改善需求的中枢分别为每年 5.0、5.0、4.9 亿平方米；

2026-2030 年，乐观、中性、悲观情景下，新增改善需求的中枢分别为每年 4.9、4.8、4.7 亿平方米；

2031-2035 年，乐观、中性、悲观情景下，新增改善需求的中枢分别为每年 4.7、4.6、4.4 亿平方米。

图 19：2022-2035 年新增改善住房需求测算（单位：亿平方米）



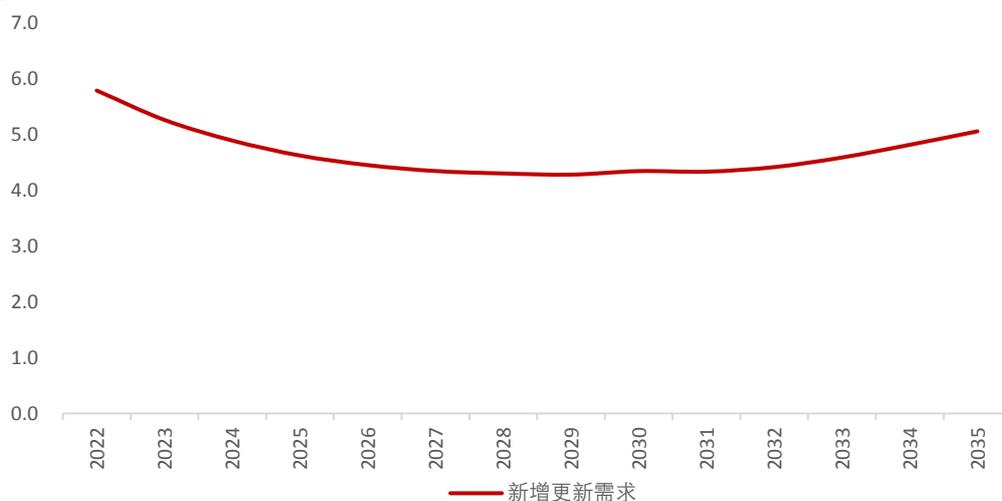
资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

3) 新增更新需求呈“U”型走势。

由于在 2035 年以前，2022 年及以后建设的住房尚未达到拆除年限，对于更新需求的测算基于既定的历史数据，因此乐观、中性、悲观情景下的测算结果是一致的。

根据模型预测：2022-2025 年，新增更新需求的中枢为 5.1 亿平方米；2026-2030 年，新增更新需求的中枢为 4.3 亿平方米；2031-2035 年，新增更新需求重新开始提升，中枢水平为 4.6 亿平方米。

图 20：2022-2035 年新增更新住房需求测算（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

第三，存量空置房供给较为平稳，保障性住房平稳增加。

1) 存量空置房供给较为平稳。

存量空置住房对应供给的变化主要来自于当年的新增总住房需求的变化。

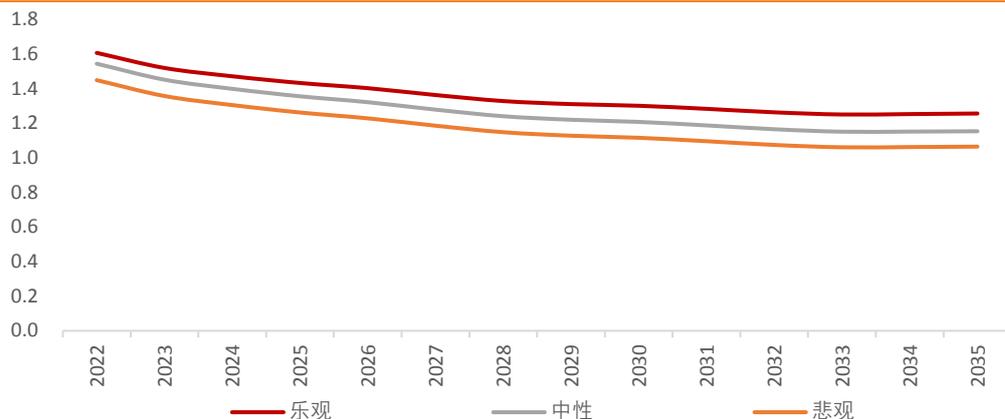
根据模型预测：

2022-2025 年，乐观、中性、悲观情景下，存量空置房供给的中枢分别为每年 1.5、1.4、1.3 亿平方米；

2026-2030 年，乐观、中性、悲观情景下，存量空置房供给的中枢分别为每年 1.3、1.3、1.2 亿平方米；

2031-2035 年，乐观、中性、悲观情景下，存量空置房供给的中枢分别为每年 1.3、1.2、1.1 亿平方米。

图 21：2022-2035 年存量空置房供给需求测算（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

2) 保障性住房供给逐渐增加。

根据模型预测：

2022-2025 年，乐观、中性、悲观情景下，保障性住房供给的中枢分别为每年 1.2、1.2、1.2 亿平方米；

2026-2030 年，乐观、中性、悲观情景下，保障性住房供给的中枢分别为每年 1.4、1.4、1.3 亿平方米；

2031-2035 年，乐观、中性、悲观情景下，保障性住房供给的中枢分别为每年 1.6、1.5、1.5 亿平方米。

图 22：2022-2035 年保障性住房供给需求测算（单位：亿平方米）

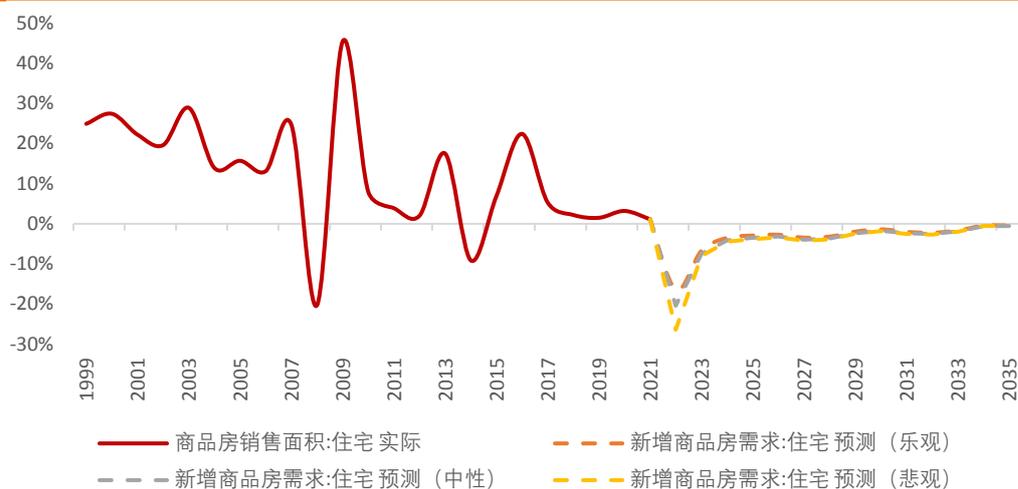


资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

第四，2022 年，由于投机性需求集中衰退，相比于 2021 年，新增商品房需求将出现较大幅度的回落；而此后，尽管新增商品房需求仍在逐年回落，但回落的斜率将逐渐放缓。

从新增商品房需求的增速看，2023、2024 年降幅逐渐收窄，中性假设下预计增速分别为 -7.5%、-4.1%；2025 年增速开始走平，维持较低的个位数负增长，2025-2028 年平均为 -3.6%，考虑合理的波动后，即使部分时点可能出现正增长，增速也不会太高且持续向上。

图 23：2022-2035 年新增商品房需求增速预测（单位：%）

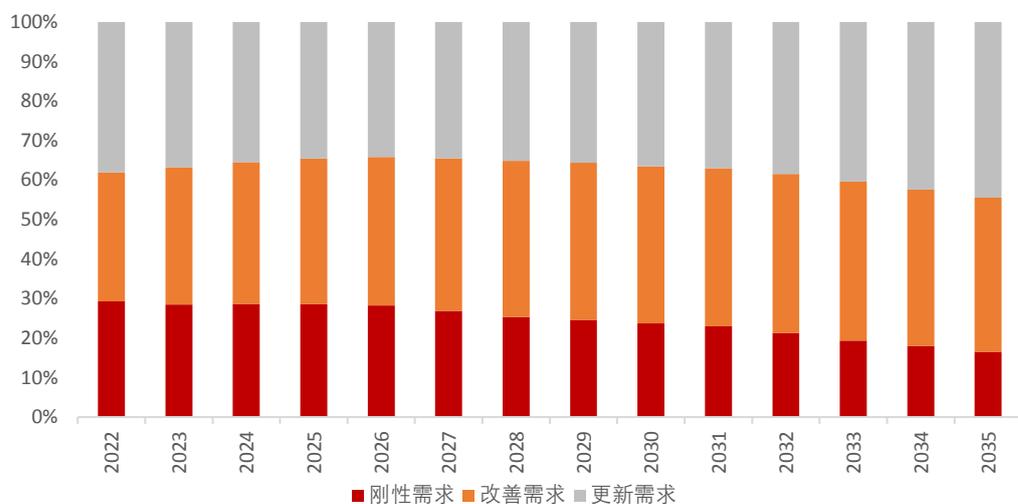


资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

第五，从新增住房总需求的结构上看，到 2035 年以前，刚性需求占比持续回落，改善需求占比持续提升，更新需求占比先降后升。

中性假设下，预计到 2022、2025、2030、2035 年，刚性需求占比分别为 29%、29%、24%、17%，改善需求占比分别为 33%、37%、40%、39%，更新需求占比分别为 38%、35%、36%、44%。

图 24：2022-2035 年新增住房总需求结构预测（单位：%）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com